

Pengaruh Kebijakan Pendanaan Investasi pada Penilaian Investor terhadap Perusahaan yang Diintermediasi dengan Kebijakan Dividen dan Implikasinya pada Pengembangan Materi Pembelajaran Ekonomi Makro

Bambang Pranowo

Ekonomi Pembangunan, FE, Universitas Negeri Malang
Korespondensi: Jl. Terusan Sigura-gura C-11 Kota Malang 65145

Abstract: Investors' reactions are reflected on their evaluation to the firms, and it can be seen from Price Earning Ratio (PER) level showing shares' performance. Moreover, firms' investment policy can be seen from its investment financing, either using internal or external financial resources. Internal financial policy can be checked from level of Retained Earning Ratio (RER) showing dividend policy taken, while external financial policy is indicated by the Degree of Financial Leverage (DFL) of the firms showing level of long-range debt. It is predicted that DFL and RER will influence PER. This research look for the significance effects of DFL and RER to PER either controlled by intermediation of Dividend Policy (DP) or not. To find out the answer, researcher has traced financial reports for the year 1999 up to 2002 publicly published at Jakarta Stock Exchange from 193 companies taken by using stratified proportional random sampling. Research findings reveal that long-range debt influence capability of firms to pay its dividend. It can be concluded and predicted that the bigger the debt, the worse its capability to pay. Then, the level of long-range debt also influence price performance of firms' shares, and it can be concluded and predicted that the higher the debt, the worse its performance. Furthermore, retained earning is an internal financial resource for firms' expansion influenced by its capability in obtaining profits. As a consequence that the profits reached will be used to pay dividends for shareholders, so it can be concluded and predicted that the bigger retained earning, the better firms' performance and the bigger its possibility to obtain profits. Related to usefulness of research findings for teaching and learning in economic, it can be pointed that the problems of investment can be used by teachers and students of leaning materials for predicting national macro-economic conditions.

Kata kunci: price earning ratio, retained earning ratio, kebijakan dividen, hutang jangka panjang, kinerja perusahaan, investasi, pengembangan materi pembelajaran ekonomi makro

Menurut Parkin (2000), Muhammad (1999), dan Eakin, et.al. (2000), bahwa perusahaan yang berbadan hukum PT, adalah perusahaan yang modalnya merupakan akumulasi dari saham atau andil (*stocks, shares*), dan bertanggung jawab atas resiko finansial sebatas modal yang disertakan dalam perusahaan tersebut. Dalam perusahaan yang berbentuk PT, pemegang saham lazimnya disebut sebagai pemilik perusahaan, dan atas risiko yang ditanggungnya, ia berhak untuk mendapatkan premi risiko (*risk premium*) berupa pengembalian investasi (*return on invest-*

ment) yang diambilkan dari sebagian penghasilan (*earning*) perusahaan, yang disebut dengan dividen (*dividend*) Perlu diketahui, bahwa yang dimaksudkan saham dalam pengertian ini adalah saham umum (*common stock*).

Pemegang saham dalam mengambil keputusan untuk membeli atau menjual saham yang dikuasai, perlu melakukan analisis kinerja perusahaan pada masa mendatang. Analisis kinerja keuangan perusahaan didasarkan pada informasi keuangan yang diterbitkan oleh perusahaan. Oleh karena itu, laporan keuangan

yang diterbitkan perusahaan harus berkemanfaatan. Ada syarat yang harus dipenuhi perusahaan agar informasi keuangan benar-benar bermanfaat bagi investor, yakni terbuka, obyektif, dan tepat waktu (Scott, 1998).

Dalam memanfaatkan informasi keuangan, ada 2 (dua) cara analisis laporan keuangan yang biasanya dilakukan oleh investor, yakni analisis “teknis” dan “fundamental”. Analisis teknis adalah cara untuk menduga kinerja perusahaan pada masa yang akan datang dengan melihat tren harga saham, baik masa lalu, kini, maupun yang akan datang. Sedang analisis fundamental dilakukan dengan mengadakan analisis data keuangan historis dengan mempergunakan teknik-teknik analisis matematis dan statistis untuk mendeteksi kinerja keuangan pada masa mendatang.

Salah satu ukuran kinerja keuangan yang biasa untuk menduga kinerja perusahaan pada masa mendatang, adalah ukuran rasio keuangan. Menurut Gibson (1998) ada 9 (sembilan) ukuran rasio keuangan yang penting bagi investor, namun dalam penelitian yang akan dilakukan ini, kita ambil empat ukuran rasio keuangan yang berkenaan dengan kebijakan dividen dan penilaian kinerja perusahaan, yakni *Degree of Financial Leverage (DFL)*, *Retained Earning Ratio (RER)*, *Dividend Payout (DP)*, dan *Price Earning Ratio (PER)*, yang saling terkait dan menarik untuk diteliti. Menurut Sharpe et al. (1999), Fabozzi (1999), Gitman (2000), ukuran-ukuran rasio tersebut dijelaskan sebagai berikut. DFL menunjukkan kemampuan perusahaan untuk memanfaatkan hutang dalam usaha untuk meningkatkan keuantungan. RER adalah menunjukan usaha perusahaan untuk menahan sebagian keuantungan perusahaan untuk pendanaan investasi. DP adalah ukuran yang menunjukan besarnya dividen yang dibayarkan perusahaan kepada pemegang saham. PER menunjukan tingkat atau derajat penilaian investor terhadap kinerja perusahaan.

Dalam teori dividen irelevan yang disajikan oleh Miller dan Modigliani (1961), teori ini mengatakan bahwa dalam dunia yang serba murni (*perfect*), dimana segala sesuatu dapat ditentukan, tidak ada biaya transaksi, tidak ada pajak, dan tidak ada pasar yang tidak murni, nilai perusahaan tidak ditentukan oleh distribusi dividen. Mereka berpendapat bahwa nilai suatu perusahaan ditentukan oleh kemampuan perusahaan untuk memperoleh penghasilan (*earning power*) dan risiko aset (*asset risks*). Cara-cara yang

dilakukan untuk memecah earning (*earning splits*) menjadi dividen dan laba ditahan tidak mempengaruhi nilai perusahaan (Horne, 1998; Scott, et.al., 1999; Gitman, 2000).

Teori Miller dan Modigliani di atas telah diuji oleh Fama (1974), dengan sampel 298 perusahaan di Amerika periode 1946 sampai 1968. Fama membuktikan adanya konsistensi independensi investasi dengan kebijakan dividen. Pasar modal yang tidak sempurna (*imperfections*) dimana biaya mengambang tidak terjadi adalah cukup penting untuk menyerang (*destroy*) abstraksi Modigliani dan Miller. Dengan memperkirakan, berdasar fakta yang ada, fungsi pasar modal adalah sangat penting untuk pendanaan eksternal baik pada pasar sempurna maupun tidak sempurna untuk melengkapi dana internal. Temuan ini konsisten dengan temuan McDonald et al. (1975), Smirlock dan Marshall (1983), seperti telah dibahas di atas, menyimpulkan bahwa antara investasi, dividen, dan pendanaan adalah saling independen.

Sebaliknya, teori dividend relevan, disajikan oleh Gordon dan Lintner (1963), berpendapat bahwa terdapat hubungan, dalam realitanya, secara langsung antara kebijakan dividen dengan nilai pasar saham. Teori ini dikenal dengan sebutan *Bird in Hand Theory*. Teori dividen relevan mengatakan bahwa secara umum bahwa investor adalah penghindar risiko dan menghendaki dividen karena bebas risiko dari pada dividen pada masa mendatang dan selisih kapital. Jika dividen dikurangi atau tidak dibayarkan, mengakibatkan ketidakpastian pengembalian investasi meningkat, dan pada akhirnya akan mengakibatkan nilai saham menurun.

Penelitian lain yang mendukung teori dividen relevan adalah Battacharya (1979), Miller dan Rock (1985), Mougoue dan Mukherjee (1978), Bernesh (1983). Battacharya, Miller dan Rock mendemonstrasikan informasi asimetri, bahwa manajer mungkin memanfaatkan dividen untuk menyajikan signal yang *unambigious* tentang perusahaan pada masa mendatang. Diharapkan peningkatan dividen akan memberikan informasi yang menggembirakan tentang prospek perusahaan.

Kemudian Mougoue dan Mukherjee (1978), yang meneliti kausalitas antara keputusan dividen, investasi, dan pendanaan (*causality among dividend, investment and Financing decisions*). Sampel penelitian sebanyak 100 perusahaan manufaktur di Amerika. Data diambil dari COMPUSTAT tahun 1988, yang

mencakup data keuangan perusahaan tahun 1978 sampai dengan 1987. Variabel yang diukur oleh Mougoue dan Mukherjee mencakup dividen saham umum yang telah disesuaikan dan dividen saham preferen untuk mendeteksi kebijakan dividen, sedang *Long term debt* untuk mendeteksi pendanaan, dan Investasi yang diprediksi dari investasi ke dalam properti, tanah, dan perlengkapan. Dengan menguji kausalitas variabel-variabel tersebut, mereka menyimpulkan: 1) terdapat interdependensi yang signifikan diantara keputusan investasi, pendanaan, dan dividen; 2) arus kausalitas keputusan dividen dan keputusan investasi adalah bidireksional dan negatif; 3) arus bidireksional antara investasi dan keputusan hutang adalah positif; 4) arus bidireksional antara dividen dan keputusan hutang adalah positif; 5) Ada saling ketergantungan ketiga variabel penelitian, dalam kerangka model simultan; dan 6) Dia yakin bahwa arus positif dari hutang terhadap dividen dapat dijelaskan dengan penggunaan pendanaan hutang perusahaan untuk meningkatkan dividen yang terlihat dari kapasitas peminjaman yang berlebih. Demikian juga Mougoue dan Mukherjee (1994), Peterson dan Benesh (1983). Dalam penelitiannya menyimpulkan bahwa dalam pasar yang tidak murni (*imperfect*) keputusan pendanaan memiliki pengaruh yang signifikan terhadap keputusan investasi.

Dua teori dividen dan beberapa hasil penelitian di atas terlihat saling bertentangan satu dengan lainnya. Justru di sinilah yang menarik peneliti untuk melakukan penelitian di Indonesia berdasar data dari Bursa Efek Jakarta (BEJ). Kami yakin bahwa antara kebijakan dividen, pendanaan, investasi saling terkait, sedang kebijakan investasi dan dividen mempengaruhi penilaian kinerja perusahaan. Kebijakan pendanaan investasi dan dividen akan mempengaruhi kebijakan perusahaan dalam mendapatkan dana, baik dari sumber internal yang berupa penahanan sebagian laba (*retained earning*) atau dari sumber eksternal yang berupa hutang. Seperti pendapat Gibson (1998), Gitman (2000), Sharpe et al. (1999), jika pendanaan internal dilakukan perusahaan, berarti sebagian laba perusahaan ditahan (*retained earning*) untuk mendanai investasi, dan langkah ini akan direaksi oleh pasar sehingga PER perusahaan tinggi. Sebaliknya, jika *retained earning* rendah, maka tergantung pada pendanaan eksternal perusahaan. Meskipun *retained earning* rendah, mungkin pasar akan menilai perusahaan yang tinggi, jika dana investasi eksternal cukup

besar. Oleh karena itu, kemungkinan PER akan tinggi manakala investasi perusahaan besar, baik dengan pendanaan internal maupun eksternal. Ukuran untuk mendeteksi pendanaan eksternal (dari hutang) adalah DFL, sedang ukuran untuk mendeteksi pendanaan internal adalah RER. Oleh karena itu, kemungkinan besar bahwa DFL dan RER berpengaruh positif terhadap PER perusahaan.

Akan tetapi, jika dividen ikut berpengaruh pada kebijakan investasi dan pendanaan, maka besarnya pembayaran dividen (DP) ikut berpengaruh kepada kebijakan pencarian sumber dana investasi. Di sinilah *problem* yang akan diteliti. Dengan demikian, dalam penelitian yang akan dilakukan akan melibatkan variabel independen DFL dan RER, variabel dependen PER, dan dividen yang dibayarkan (DP) sebagai variabel kontrol.

Sejalan dengan permasalahan di atas, penelitian yang akan dilakukan ini merupakan pengujian terhadap hasil penelitian sebelumnya, diantaranya yang dilakukan oleh Battacharya (1979), Miller dan Rock (1985), Mougoue dan Mukherjee (1978), Bernesh (1983), apakah hasil penelitian tersebut berlaku di Indonesia atau tidak. Di samping itu, penelitian ini juga merupakan pengembangan dari penelitian yang sebelumnya, sebagaimana yang sementara ini kita ketahui, dengan menguji pengaruh penggunaan hutang dan penahanan penghasilan oleh perusahaan terhadap penilaian investor terhadap perusahaan, dengan dikontrol dengan pembayaran dividen. Dalam hal ini penggunaan hutang dan penahanan penghasilan dipergunakan untuk mendeteksi sumber pendanaan investasi, ukuran PER untuk menduga penilaian investor terhadap kinerja keuangan perusahaan, sedang *dividend payout* untuk mendeteksi kebijakan dividen yang diambil oleh perusahaan. Adapun teori dasar yang melatar belakangi penelitian yang akan dilakukan adalah teori dividen irelevan yang disajikan oleh Gordon dan Lintner (1963), *Bird in Hand Theory*, dan *Dividend Signaling Theory*. Secara umum dalam penelitian yang telah dilakukan memiliki permasalahan pokok bagaimana pengaruh kebijakan pendanaan investasi yang diduga dari ukuran *retained earning ratio* (RER) dan *degree of financial leverage* (DFL), terhadap penilaian kinerja perusahaan oleh investor yang diduga dari ukuran *price earning ratio* (PER), dikontrol dengan kebijakan dividen perusahaan yang diduga dari *dividend payout* (DP). Permasalahan pokok tersebut, jika dirinci lebih jauh, dapat

disajikan sebagai berikut: 1) Bagaimanakah pengaruh DFL terhadap PER perusahaan? 2) Bagaimanakah pengaruh RER terhadap PER perusahaan? 3) Bagaimanakah pengaruh DFL dan RER secara simultan terhadap PER?; 4) Bagaimanakah pengaruh DFL terhadap PER perusahaan, jika dikontrol dengan kebijakan dividen atau DP perusahaan? 5) Bagaimanakah pengaruh RER terhadap PER perusahaan, jika dikontrol dengan kebijakan dividen atau DP perusahaan? 6) Apakah pengaruh RER dan DFL baik secara parsial maupun simultan terhadap PER ada perbedaan, antara yang dikontrol dengan DP dan yang tidak dikontrol dengan DP?

Keenam permasalahan di atas yang akan dicari jawaban melalui penelitian yang telah dilakukan. Diharapkan hasil penelitian ini memiliki manfaat bagi perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta, sekurang Bursa Efek Indonesia (BEI), dan para investor yang bermain di bursa tersebut.

METODE

Meskipun permasalahan penelitian telah dirumuskan seperti tersebut di atas, akan tetapi masih perlu dipertegas batas-batas wilayahnya agar lebih terfokus dan benar-benar dapat dipecahkan atau dicari jawaban melalui penelitian yang akan dilakukan. Untuk mempertegas batas permasalahan di atas, berikut disajikan batasan permasalahan penelitian tersebut sebagai berikut: (1) penelitian terbatas pada perusahaan yang *listing* di Bursa Efek Jakarta (BEJ), mengingat sebagian besar perusahaan di Indonesia yang *go-public* terdaftar di lembaga tersebut; (2) laporan keuangan perusahaan, volume penjualan, harga saham, yang diteliti terbatas seperti yang diterbitkan dalam jurnal *Jakarta Stock Exchanges* (JSE). Pertimbangan pengambilan laporan keuangan dalam JSE adalah: a) Laporan keuangan tersebut telah diaudit oleh Akuntan publik sebagai pihak yang memiliki otoritas mengaudit kewajaran laporan keuangan; b) Laporan keuangan tersebut telah disetujui BAPEPAM sebagai institusi yang berwenang untuk mengevaluasi kelayakan laporan keuangan perusahaan; dan melindungi kepentingan investor, serta menganut prinsip keterbukaan; c) terlihat tindakan tegas dari Bapepam dan BEJ untuk men-*delisting* perusahaan yang tidak mengindahkan peraturan yang mereka keluarkan (sampai dengan 2001 telah 40 perusahaan di-*delisting* dari BEJ dan tahun 2002 ada 1 perusaha-

an); (3) Data yang diteliti terbatas pada data perusahaan tahun 1999 sampai dengan 2002 dengan dasar pemikiran: 1) tahun sebelumnya (1997) dan (1998) banyak diwarnai oleh gejolak politik dan ekonomi yang mungkin dapat mempengaruhi pasar saham, oleh karena itu tahun 1998 ke bawah kita eliminasi dalam penelitian ini; 2) Tahun 1999 sampai dengan 2002 keadaan ekonomi tidak banyak perubahan, sehingga dapat dikatakan relatif tetap, meskipun sedikit diwarnai gejolak politik. Di samping itu, di atas tahun 2002 BEJ telah merger dengan BES, sehingga kemungkinan karakteristik BEI dan BEJ berbeda, ada kemungkinan akan dapat mempengaruhi hasil penelitian. Oleh karena itu, data keuangan tahun 1999 sampai dengan 2002 dapat mencerminkan pasar modal yang sebenarnya. Sejalan dengan permasalahan penelitian di atas, dalam penelitian yang akan dilakukan ini memiliki tujuan pokok sebagai berikut. 1) Untuk memperoleh gambaran pengaruh DFL dan RER baik secara parsial dan simultan terhadap PER perusahaan; 2) Untuk memperoleh gambaran pengaruh DFL dan RER terhadap PER, baik parsial maupun simultan, jika dikontrol dengan DP perusahaan; 3) Untuk memperoleh gambaran pengaruh DFL dan RER terhadap PER ada perbedaan antara yang dikontrol dengan DP dan yang tidak dikontrol dengan DP perusahaan. Sejalan dengan kerangka teori dan temuan, serta asumsi bahwa BEJ adalah pasar yang efisien dan laporan keuangan perusahaan yang diterbitkan oleh BEJ adalah memenuhi persyaratan; maka dapat dirumuskan hipotesis penelitian sebagai berikut: Sejalan dengan permasalahan yang telah dirumuskan dan asumsi di atas, dapat dirumuskan a) Ada pengaruh positif *Degree of Financial Leverage* terhadap *Dividend Payout*; b) Ada pengaruh positif *Retained Earning Ratio* terhadap *Divident Payout*; c) Ada pengaruh negatif *Degree of Financial Leverage* dan *Retained Earning Ratio* terhadap *Price Earning Ratio*; d) Ada pengaruh positif *Retained Earning Ratio* terhadap *Price Earning Ratio*; e) Ada pengaruh positif *Retained Earning Ratio* terhadap *Price Earning Ratio*; f) Ada pengaruh positif *Divident Payout Ratio* terhadap *Price Earning Ratio*; g) Ada Pengaruh positif *Divident Payout Ratio* terhadap *Price Earning Ratio*; h) Ada pengaruh positif *Dividend Payout Ratio*, *Retained Earning Ratio*, dan *Degree of Financial Leverage*, terhadap *Price Earning Ratio*.

HASIL DAN PEMBAHASAN

Dari hasil pengujian hipotesis di atas, dapat disimpulkan secara umum bahwa tingkat hutang jangka panjang yang dimiliki oleh perusahaan sangat mempengaruhi kemampuan perusahaan dalam melakukan pembayaran dividen. Semakin besar hutang jangka panjang, maka semakin rendah kemampuan perusahaan dalam pembayaran dividen. Tingkat hutang jangka panjang yang menjadi beban bagi perusahaan juga sangat mempengaruhi tingkat kinerja harga saham. Semakin tinggi tingkat hutang jangka panjang, maka semakin buruk harga saham perusahaan. Selanjutnya, tingkat laba ditahan sebagai sumber pembiayaan internal yang dipergunakan untuk keperluan ekspansi akan mempengaruhi perusahaan dalam menghasilkan keuntungan. Semakin besar tingkat laba ditahan untuk kepentingan ekspansi, maka akan semakin besar kemungkinan perolehan tingkat keuntungan. Perolehan tingkat keuntungan tersebut selanjutnya dipergunakan untuk pembayaran-pembayaran dividen bagi pemegang saham.

Temuan lain yang diperoleh dari penelitian ini didasarkan pada kajian terhadap perilaku pelaku pasar saham. Kinerja perusahaan dicerminkan oleh tingkat harga saham. Semakin tinggi harga saham berarti semakin baik kinerja perusahaan. Para pelaku pasar saham dalam melihat kinerja perusahaan ditentukan oleh besarnya tanggungan perusahaan terhadap hutang-hutang jangka panjang. Semakin besar tanggungan hutang jangka panjang perusahaan, mengakibatkan semakin buruknya harga saham perusahaan.

Temuan lainnya menunjukkan bahwa tingkat harga saham tidak dipengaruhi oleh kemampuan perusahaan di dalam melakukan pembayaran dividen. Pembayaran dividen yang dilakukan sekali dalam setahun tidak mampu memperbaiki harga saham. Namanya para pelaku pasar saham lebih melihat kondisi jangka pendek. Jika banyak keuntungan perusahaan dipergunakan untuk kepentingan pelunasan hutang jangka panjang, maka dipandang menjadi resiko terhadap penurunan nilai saham. Dalam pandangan para pelaku pasar saham adalah wajar jika keuntungan yang diperoleh dipergunakan untuk pembayaran dividen, namun bukan untuk pelunasan hutang. Mereka lebih mengkhawatirkan turunnya kemampuan perusahaan karena hutang jangka panjang, sehingga hal ini mempengaruhi kinerja harga saham.

Temuan penting lainnya adalah bahwa tingkat hutang jangka panjang tidaklah menentukan tingkat keuntungan perusahaan. Tingkat hutang jangka panjang merupakan strategi jangka pendek bilamana perusahaan menghadapi krisis finansial atau berkeinginan melakukan ekspansi, dan penetapan tingkat hutang jangka panjang tidak boleh terlalu besar, karena akan memberatkan perusahaan. Oleh karena itu bilamana perusahaan telah memiliki kemampuan untuk melakukan pelunasan terhadap hutang jangka panjang seyogyanya hal tersebut dilakukan, karena bilamana tidak dilakukan akan dapat menjadi beban yang akan mempengaruhi tingkat kinerja harga saham.

Sejalan dengan temuan di atas disarankan :1) Para pelaku pasar saham tidak melihat pembayaran dividen yang dilakukan oleh perusahaan, namun lebih melihat hutang jangka panjang yang dimiliki oleh perusahaan sebagai faktor yang mempengaruhi harga saham. Oleh karena itu, para investor seyogyanya mempertimbangkan tingkat hutang yang dimiliki oleh perusahaan penerbit surat berharga sebelum melakukan investasi terhadap saham-saham yang diterbitkan; 2) Untuk kegiatan investasi melalui bursa saham, sebaiknya faktor-faktor yang perlu diperhatikan adalah tingkat hutang jangka panjang yang dimiliki oleh perusahaan, jika nilai hutang jangka panjang terlalu tinggi maka tidak dilakukan investasi pada saham tersebut. Berikutnya adalah tingkat laba ditahan. Jika laba ditahan besar, kemungkinan ekspansi perusahaan menjadi besar dan prediksi kemungkinan pembayaran dividen akan menjadi besar. Dari temuan ini dapat disimpulkan kemajuan investasi perusahaan tergantung pada kebijakan pendanaan dan penilaian investor terhadap kinerja perusahaan. Oleh karena itu kajian tentang pendanaan investasi dan penilaian investor terhadap perusahaan memiliki peran penting untuk mendeteksi keadaan ekonomi nasional.

KESIMPULAN

Pembelajaran ekonomi makro selama ini berkuat pada pembahasan umum tentang persoalan ekonomi negara lain, khususnya Amerika. Dalam kenyataannya pembahasan pembelajaran ekonomi makro, tidak dapat dilepaskan dengan kajian tentang investasi dan pasar modal, sebab kedua variabel ekonomi tersebut merupakan indikator keadaan dan atau kemajuan ekonomi suatu negara, termasuk Indonesia. Peru-

bahan sentimen pasar terhadap permintaan saham sangat mempengaruhi iklim investasi, yang pada akhirnya dapat mempengaruhi pertumbuhan ekonomi dan keadaan moneter suatu negara. Oleh karena itu, pokok bahasan investasi dan pasar modal harus terintegrasi ke dalam materi Ekonomi Makro, baik di Sekolah Menengah maupun di Perguruan Tinggi. Temuan penelitian ini memperkuat bahwa dalam struktur kurikulum teori ekonomi makro pokok bahasan investasi dan pasar modal harus terintegrasi ke dalam struktur kurikulum ekonomi makro, hal ini sesuai dengan prinsip pengembangan pembelajaran berbasis hasil penelitian.

DAFTAR RUJUKAN

- Black, F., 1976, The Dividend Puzzle. *Journal of Portfolio*, p. 72-77.
- Barnesh, P., 1982, Metodological Implications of Non-Normally Distributed Financial Ratios. *Journal of Business Finance and Accounting*, p. 51-61.
- Bhattacharya, S., 1979, Imperfect Information, Dividend Policy, and the Bird in Hand Fallacy. *Bell Journal of Economics* 10, p. 259-270.
- Elton, E.J., dan Martin J. Gruber, 1994, Modern Portfolio Theory and Investment. Singapore: John Wiley & Sons Inc.
- Fabozzi, Frank J., 1999, *Investment Management*, New Jersey: Prentice Hall Inc.
- , 2002, *Foundations of Capital Market and Institutions*, New Jersey: Prentice Hall.
- Fama, E. F., dan K. R. French, 1988, Permanent and Temporary Component of Stock Prices, *Journal of Political Economics* (April), p. 246-273.
- , 1992, The Cross Section of Expected Stock Returns, *Journal of Finance* 47. p. 427-465.
- Gibson, Charles H., 1998, *Financial Statement Analysis*. Ohio: International Thomson Publishing.
- Gitman, Lawrence J., 2000, *Principles of Management Finance*. United State: Edison Wesley.
- Gordon, M.J., 1963, Optimal Investment and Financing Policy. *Journal of finance*, p. 264-272.
- Horne, Jame C.V., 1998, *Financial Management and Policy*, New Jersey: Prentice Hall.
- McDonald, John G. et al., 1975, Dividend, Investment and Financial Decisions: Empirical Evidence on French Firms. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, p. 741-755.
- Mougoue', Mbodja dan Tarun K. Mukherjee, 1994, An Investigation Into The Causality Among Firms Dividend, Investment, and Financial Decision, *Journal of Finance*, p. 517-530.
- Lintner, John, 1956, Distribution of Income of Corporations Among Dividends, Retained earning, and Tax. *The American Economics Review* (May).
- , 1962, Dividends, Earning, Stock Price, and Supply Capital to Corporation. *Review of Economics and Statistics* (agustus), p. 243-269.
- Peterson, Pamela dan Gary A. Benesh. 1983. A reexamination of the Empirical Relationship between Investment and Financing Decisions. *Journal of Financial and Quatitative Analyst*. p. 439-452.
- Scott, William R., 1997, *Financial Accounting Theory*. New Jersey: Prentice Hall.
- Scott, Jr, et al., 1999, *Basic Fianancial Management*. New Jersey: Prentice Hall Inc.
- Smirlock, Michael, dan William Marshall, 1983, *An Examination of the Empirical Relationship between the Dividend and Investment: A Note*. *Journal of Finance*. p. 1659-1667.